

**Marta Burgiel-Bosak<sup>1</sup>**

**Regulacja odpowiedzialności karnej za podanie  
nieprawdziwych lub zatajenie prawdziwych danych w  
dokumentach prospektowych oraz związanych z  
obowiązkami informacyjnymi spółek publicznych**

**Streszczenie:**

Artykuł przedstawia analizę regulacji odpowiedzialności karnej za podanie nieprawdziwych lub zatajenie prawdziwych danych w dokumentach prospektowych oraz związanych z obowiązkami informacyjnymi spółek publicznych. Szczegółowa analiza przepisu art. 100 ustawy o ofercie, który reguluje powyższą kwestię, prowadzi do powstania uzasadnionych wątpliwości w kontekście ustalenia zakresu określonej w tym przepisie czynności wykonawczej oraz, pośrednio, podmiotu przestępstwa. Propozycja regulacji *de lege ferenda* powinna dotyczyć jasnego i precyzyjnego sformułowania powyższych znamion typu czynu zabronionego.

**Abstract:**

The article presents an analysis of the regulation of criminal liability for providing false or concealment of true information in the prospectus or related documents or in information concerning disclosure obligations of public companies. Detailed analysis of art. 100 of the Public Offer of

---

<sup>1</sup> Autorka jest doktorantką w Katedrze Polityki Gospodarczej na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego.

Financial Instruments Act, which regulates the above issue, leads to a reasonable doubt in the context of determining the extent of an executive action and, indirectly, the person having committed a crime. Proposed regulations *de lege ferenda* should include a clear and precise formulation of features of a prohibited act.

### 1. Potrzeba odrębnej regulacji przestępstw giełdowych

Ustawy amerykańskie<sup>2</sup> dotyczące nadużyć na rynku kapitałowym powstały w celu eliminacji oszustwa i zapewnienia, że inwestorzy otrzymają zwroty z zainwestowanego kapitału w wysokości, na jaką liczyli – w przeciwnym bowiem razie wyciągnęliby swoje zainwestowane pieniądze, a to doprowadziłoby do ogólnej stagnacji na rynku. Ta słuszna uwaga Franka H. Easterbrooka i Daniela R. Fischela<sup>3</sup> prowadzi jednak do pokusy postawienia pytania o to, czy istnieje potrzeba regulacji gospodarczego, pozaustawowego prawa karnego? Czy nie jest wystarczające istnienie norm powszechnie zaliczanych do prawa karnego *sensu stricto*? W Stanach Zjednoczonych w 1933 r. oszustwo było karane w każdym stanie – nie istniała wówczas dodatkowa potrzeba karania kłamstwa i fałszerstwa związanego z obrotem papierami wartościowymi<sup>4</sup>. A jednak wzgląd na szczególny interes inwestorów był powodem konstrukcji przepisów chroniących *stricto* rynek kapitałowy<sup>5</sup>. Podobnie współcześnie, na gruncie polskiego ustawodawstwa, wiele zachowań można byłoby z powodzeniem zakwalifikować jako oszustwo, karane na podstawie Kodeksu karnego. Zachowania te najczęściej opierają się na modelowym wzorcu oszustwa, w którym sprawca, działając w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, wprowadza pokrzywdzonych w błąd i przez to doprowadza ich do niekorzystnego rozporządzenia mieniem. Wydaje się jednak, iż w

---

<sup>2</sup> The Securities Act of 1933 oraz The Securities Exchange Act of 1934.

<sup>3</sup> F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, „Virginia Law Review” 1984, vol. 70, no. 4, p. 669-670.

<sup>4</sup> *Ibid.*

<sup>5</sup> *Ibid.*, p. 671.

obszarze rynku papierów wartościowych spotykamy, po pierwsze, o wiele bardziej skomplikowane sytuacje, w których niejednokrotnie bierze udział wiele podmiotów, w tym osób prawnych, po drugie zaś szkodliwe społecznie czyny nie zawsze w całości wypełniają znamiona oszustwa, a art. 286 ustawy z dn. 6 VI 1997 r. – Kodeks karny<sup>6</sup> nie w pełni oddaje specyfikę popełnionego przestępstwa<sup>7</sup>. W porównaniu do typów czynów zabronionych penalizowanych na gruncie Kodeksu karnego, które mogłyby teoretycznie znaleźć zastosowanie w braku przepisów karnych z ustaw kapitałowych, korzyści uzyskane z popełnienia przestępstwa są na tyle wysokie, iż operowanie katalogiem kar oraz ich wysokością przewidzianych na gruncie Kodeksu karnego byłoby dalece niewystarczające. Z tych też powodów uznać należy, że charakter przestępstw giełdowych, a w szczególności związany z nimi duży ciężar gatunkowy, przy jednoczesnym istnieniu trudności w ich wykrywaniu i ściganiu, rodzi potrzebę odrębnej regulacji.

## **2. Model sankcjonowania naruszeń związanych z obowiązkami informacyjnymi spółek publicznych**

Jednym z obszarów rynku kapitałowego, który wymaga szczególnego nadzoru, jest prawidłowość i rzetelność wykonywania obowiązków informacyjnych, jakie ciążą na spółkach publicznych. Celem regulacji pozostaje przeciwdziałanie zachowaniom, które zdaniem ustawodawcy są niepożądane z punktu widzenia ochrony prawidłowego działania, przejrzystości oraz równego dostępu do informacji na rynku kapitałowym. Szczególnym interesem, który chronią wspomniane regulacje, jest niewątpliwie ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, których prawa z racji ich słabszej pozycji w spółkach publicznych mogą zostać znacznie

---

<sup>6</sup> Dz.U. 1997, nr 88, poz. 553, dalej: k.k.

<sup>7</sup> Por. T. Oczkowski, J. Bojarski, *Przestępstwo oszustwa kapitałowego*, „Monitor Prawniczy” 1999, nr 7, *Legalis*.

ograniczone, a niekiedy nawet wyłączone przez działania akcjonariuszy posiadających pozycję dominującą w tych spółkach.

Ustawodawca na przestrzeni ostatnich 24 lat, od kiedy datować należy powtórne „narodziny” rynku kapitałowego w Polsce, borykał się niejednokrotnie z problemem, w jaki sposób uregulować odpowiedzialność emitentów za niewywiązywanie się lub nienależyte wywiązywanie się z nałożonych na nich obowiązków informacyjnych. Oprócz odpowiedzialności cywilnej, potrzeba była wprowadzenia sankcji administracyjnych oraz karnych, dla wzmocnienia egzekwowalności prawidłowych zachowań, ukarania naruszeń oraz skutecznego zapobiegania im w przyszłości. Model, jaki wybrano w Polsce, opiera się niemalże od samego początku na istnieniu równoległe odpowiedzialności administracyjnej i karnej<sup>8</sup>. Zarówno w poprzednio obowiązującej ustawie z 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi<sup>9</sup>, jak i obecnie obowiązującej ustawie z dn. 29 VII 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2013, poz. 1382, dalej: „ustawa o ofercie”) za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych przewidziana została możliwość pociągnięcia do odpowiedzialności karnej (na podstawie art. 100 i n. ustawy o ofercie), a także możliwość ukarania sankcją o charakterze administracyjnym polegającą m.in. na nałożeniu kary pieniężnej do 1 mln zł na spółkę oraz do 100 tys. zł na członków zarządu (art. 96 ustawy o ofercie).

Analizowane przepisy art. 100 i n. ustawy o ofercie nie były dotąd przedmiotem zainteresowania orzecznictwa, bowiem w praktyce ich zastosowanie jest marginalne. Podobnie, doktryna nie poświęciła im dużo

---

<sup>8</sup> Jedynie pierwsza ustawa regulująca rynek kapitałowy z dn. 22 III 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. 1991, nr 35, poz. 155) przewidywała w rozdziale 9 odpowiedzialność cywilną i karną.

<sup>9</sup> Ustawa z dn. 21 VIII 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 1997, nr 118, poz. 754, dalej: PrPapW).

uwagi<sup>10</sup>, co jednak nie pozbawia ich waloru interesującego materiału do pogłębionej analizy dogmatyczno-prawnej.

Spośród przepisów wprowadzających karnoprawną odpowiedzialność za naruszenie obowiązków informacyjnych, fundamentalne znaczenie ma art. 100 ustawy o ofercie, zgodnie z którym: „Kto, będąc odpowiedzialnym za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym lub innych dokumentach informacyjnych albo za inne informacje związane z ofertą publiczną lub dopuszczeniem lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym albo za informacje, o których mowa w art. 56 ust. 1, podaje nieprawdziwe lub zataja prawdziwe dane, w istotny sposób wpływające na treść informacji, podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie”. Zgodnie z ust. 1a tego przepisu: „tej samej karze podlega, kto, będąc odpowiedzialnym za informacje udostępniane do publicznej wiadomości w formie aneksu do prospektu emisyjnego lub do memorandum informacyjnego, podaje nieprawdziwe lub zataja prawdziwe dane, w istotny sposób wpływające na treść informacji”. „Tej samej karze

---

<sup>10</sup> M. Marcuk, A. Nowicka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 514 i n.; M. Michalski, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 604 i n.; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 565 i n.; R. Zawłocki, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu*, Warszawa 2010, s. 780 i n. Na gruncie poprzednio obowiązującej ustawy regulację powyższej materii zawierał art. 174 PrPapW. Ze względu na takie samo brzmienie poprzednio obowiązującej regulacji z obecną treścią art. 100 ustawy o ofercie, literatura ta w pełni zachowuje aktualność. Por. więc także J. J. Majewski, [w:] O. Górniok (red.), *Prawo karne gospodarcze*, Warszawa 2003, s. 375 i n.; R. Kuciński, *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2000, s. 159 i n.; R. Zawłocki, *Przestępstwa przeciwko obrotowi finansowemu. Przepisy karne z ustaw finansowych. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 77; M. Bojarski, [w:] M. Bojarski, W. Radecki, *Pozakodeksowe prawo karne. Przestępstwa gospodarcze oraz przeciwko środowisku. Komentarz*, t. II, Warszawa 2003, s. 134 i n.; W. Kotowski, B. Kurzęba, *Przestępstwa pozakodeksowe. Komentarz*, Warszawa 2007, s. 368 i n.; R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 507 i n.; J.W. Wójcik, *Przestępstwa w biznesie. Zapobieganie. T. I. Afery gospodarcze. Łańcuszki, piramidy, parabanki. Oszustwa ubezpieczeniowe. Manipulacje giełdowe*, Warszawa 1998, s. 198 i n.; M. Romanowski, *Zatajenie informacji mającej znaczący wpływ na cenę akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 11, s. 5 i n.; W. Dadak, *Karne środki ochrony dostępu do informacji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Palestra” 1998, nr 3-4, s. 21 i n.; B. Kunicka-Michalska *Przestępstwa przeciwko ochronie informacji i wymiarowi sprawiedliwości. Rozdział XXX i XXXIII Kodeksu Karnego. Komentarz*, Warszawa 2000, s. 297 i n.

podlega, kto dopuszcza się czynu określonego w ust. 1, działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej” (art. 100 ust. 2 ustawy o ofercie). Dalsze rozważania poświęcone zostaną regulacji art. 100 ustawy o ofercie, zaś z uwagi na ograniczone ramy niniejszego artykułu, pominięte zostaną przepisy art. 101 i n.

### 3. Problematyka wykładni znamion pozakodeksowych typów czynów zabronionych

Na wstępie należy poczynić kilka uwag natury ogólnej. Nie ulega wątpliwości, iż ustalenie treści normy sankcjonowanej i sankcjonującej typów czynów zabronionych uregulowanych w innych niż Kodeks karny ustawach, możliwe jest dopiero po uwzględnieniu w wykładni przepisów elementów pozakarnych, uzupełniających opis zawarty w „zrębowym” przepisie karnym. Uwaga ta dotyczy zarówno znamion charakteryzujących typ czynu zabronionego (płaszczyzna normy sankcjonującej), jak i płaszczyzny bezprawności (norma sankcjonowana). Oznacza to, że przepis art. 100 ustawy o ofercie jest przepisem blankietowym, tj. określającym ogólnie typ czynu zabronionego, który musi być każdorazowo uzupełniony o normy zawarte w innych przepisach, w szczególności zawartych w ustawie o ofercie<sup>11</sup>. Ponadto, odróżnić należy pojęcie „terminu blankietowego” od pojęcia „przepisu odsyłającego”. Kazimierz Buchała proponował odróżniać przepisy blankietowe tym, że odsyłają do innych przepisów o niekarnym charakterze (podczas gdy odsyłające to te, które odsyłają do innych przepisów karnych)<sup>12</sup>. Na potrzeby niniejszego artykułu to odróżnienie wydaje się najbardziej właściwe. Ponadto, wyodrębnia się dwa stopnie blankietowości: pełną (kiedy przepis w ogóle nie określa czynu

---

<sup>11</sup> W piśmiennictwie termin „przepis blankietowy” nie jest jednoznacznie interpretowany. Istnieje co najmniej osiem jego zastosowań – por. J. Majewski, *Budowa przepisów prawa karnego i norm w nich zawartych*, [w:] *Źródła prawa karnego*, T. Bojarski (red.), Warszawa 2011, s. 446.

<sup>12</sup> K. Buchała, *Prawo karne materialne*, Warszawa 1989, s. 104.

zabronionego, odsyłając w tym zakresie do przepisów szczególnych) i częściową (kiedy przepis określa zachowanie, podlegające prawno karnemu wartościowaniu, jednak w pewnym zakresie odsyła do przepisów szczególnych)<sup>13</sup>, przy czym w ustawie o ofercie mamy do czynienia zasadniczo z blankietowością częściową. Fakt, iż „zrębowy” przepis art. 100 ustawy o ofercie wymaga sięgania do innych przepisów rangi ustawowej, w szczególności tych zawartych w innych rozdziałach rzeczony ustawy, może stawiać pod znakiem zapytania konstytucyjną zasadę określoności typu czynu zabronionego, a przez to negatywnie wpływać na gwarancyjną funkcję prawa karnego.

Drugi problem, jaki pojawia się na gruncie art. 100 ustawy o ofercie, związany jest z wykładnią przepisów prawa karnego gospodarczego *in genere*. Bezsprzecznym jest, że w zasadzie każdy taki przepis wymaga wykładni funkcjonalnej, szczególnie istotnej i mającej prymat w przypadku przepisów prawa gospodarczego *sensu stricto*. Może to pozostawać w sprzeczności z niekwestionowanymi regułami wykładni prawa karnego, dla których najważniejszą i mającą prymat pierwszeństwa jest wykładnia językowa. Wykładnia celowościowa lub systemowa może natomiast znaleźć miejsce dopiero wtedy, gdy ta pierwsza nie prowadzi do jednoznacznych wniosków<sup>14</sup>.

#### **4.Podanie nieprawdziwych lub zatajenie prawdziwych danych – art. 100 ustawy o ofercie**

##### **4.1. Podmiot czynu**

Podmiot czynu zabronionego w art. 100 ustawy o ofercie został określony następująco: „Kto, będąc odpowiedzialnym za informacje...” (zamieszczone w tym przepisie). Nie ulega wątpliwości, iż w

---

<sup>13</sup> M. Agnosiewicz, *Przepisy blankietowe w prawie karnym skarbowym*, [www.racjonalista.pl](http://www.racjonalista.pl), [dostęp: 10.03.2015].

<sup>14</sup> K. Buchała, A. Zoll, *Polskie prawo karne*, Warszawa 1995, s. 63 i n.

przeciwieństwie do odpowiedzialności administracyjnoprawnej, której podlegać może członek zarządu, w zasadzie bez względu na to, czy brał udział w sporządzeniu danej informacji, czy też nie (odpowiedzialność administracyjnoprawna ma charakter obiektywny), na gruncie przepisów karnych mamy do czynienia z indywidualizacją odpowiedzialności. Bez wątplenia bowiem sam podpis na dokumencie nie pozwala jeszcze na przyjęcie wyłącznego i pełnego sprawstwa za zawartą w nim dezinformację<sup>15</sup>, choć na pewno może w sposób doniosły wpływać na kwestie dowodowe w konkretnej sprawie.

Przestępstwo z art. 100 ustawy o ofercie ma charakter indywidualny. Ustawodawca, posługując się zwrotem „Kto, będąc odpowiedzialnym za informacje...”, czyni podmiotem tego przestępstwa jedynie osoby, które są odpowiedzialne za informacje przekazywane w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne lub w ramach wykonywania obowiązków prospektowych.

Określenie kręgu podmiotów zdolnych ponosić odpowiedzialność karną na podstawie art. 100 ustawy o ofercie powinno odbywać się z uwzględnieniem okoliczności, w jakim zakresie podmioty te są odpowiedzialne za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym lub innych dokumentach informacyjnych albo za inne informacje związane z ofertą publiczną lub dopuszczeniem lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym albo za informacje, o których mowa w art. 56 ust. 1 ustawy o ofercie. Czy odpowiedzialność ta wynika już z samego sporządzenia informacji, czy też związana jest z ich przekazaniem (Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany i do publicznej wiadomości)?

Gdyby założyć, iż odpowiedzialność na podstawie art. 100 ustawy o ofercie winna być rozumiana jako wynikająca ze „sporządzenia” informacji (osoby będące odpowiedzialnymi za informacje w zakresie ich sporządzenia), to podmiotami zdolnymi do jego popełnienia byłoby:

---

<sup>15</sup> R. Zawłocki, [w:] T. Sójka, *Ustawa o ofercie...*, s. 786.



- 1) po pierwsze, osoby, którym sporządzenie informacji zlecono (np. główni księgowi, biegli rewidenci, pracownicy domu maklerskiego, pracownicy firm audytorskich, doradcy prawni, inwestycyjni, ekonomiczni)<sup>16</sup>;
- 2) po drugie, osoby reprezentujące spółkę, w szczególności członkowie zarządu, o ile sami takie informacje sporządzili<sup>17</sup>; natomiast w sytuacji, w której zlecieli ich sporządzenie w całości zewnętrznej firmie, ich odpowiedzialność mogłaby być oparta na współsprawstwie, ewentualnie sprawstwie kierowniczym lub polecającym.

W przypadku informacji przekazywanych na podstawie art. 56 ustawy o ofercie, za ich sporządzenie najczęściej odpowiadają osoby do tego dedykowane w spółkach (np. pracownicy odpowiedzialni za relacje inwestorskie), lub, gdy sporządzenie danej informacji wymaga wiedzy specjalistycznej (np. ekonomicznej, rachunkowej etc.) osoby, które zajmują się danym obszarem działalności emitenta (np. główny księgowy, dyrektor finansowy itp.). Może też zdarzyć się, iż sporządzenie danej informacji zostanie zlecone podmiotowi zewnętrznemu, jeżeli w spółce, ze względu na bardzo specjalistyczny charakter przygotowywanych danych, nie są zatrudnione osoby posiadające wystarczające kompetencje do ich sporządzenia.

W przypadku prospektów emisyjnych oraz memorandumów informacyjnych podmioty odpowiedzialne za dane w nich zawarte określa art. 22 ust. 4 ustawy o ofercie. Zgodnie z tym przepisem, osobami ponoszącymi odpowiedzialność za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym są: 1) emitent – za wszystkie informacje, 2) wprowadzający – za informacje o wprowadzającym oraz dokonywanej przez niego sprzedaży papierów

---

<sup>16</sup> J. Majewski, *op. cit.*, s. 375-376; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*s. 568; M. Marczuk, A. Nowicka, *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 516; R. Zawłocki, *Ustawa o ofercie...*, s. 786; M. Bojarski, [w:] M. Bojarski, W. Radecki, *Pozakodeksowe prawo karne...*, s. 135.

<sup>17</sup> Co warto podkreślić, w takiej sytuacji członkowie zarządu nie ponosiliby najczęściej odpowiedzialności karnej, gdyż w praktyce obrotu to nie oni sporządzają wyżej wymienione informacje, a powołane do tego podmioty profesjonalne – audytorzy, doradcy, główni księgowi itp.

wartościowych, 3) podmiot zabezpieczający – za informacje o tym podmiocie oraz o ustanowionym zabezpieczeniu, 4) subemitent usługowy – za informacje o subemitencie oraz dokonywanej przez niego subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych, 5) podmiot sporządzający lub biorący udział w sporządzeniu informacji – za informację, którą sporządził lub w której sporządzeniu brał udział<sup>18</sup>. Wprowadzenie przepisu art. 22 ust. 4 ustawy o ofercie<sup>19</sup> stanowiło odpowiedź na problem, jaki powstawał na gruncie odpowiedzialności cywilnoprawnej dotyczący zakresu odpowiedzialności osób sporządzających prospekt<sup>20</sup>. Wcześniej, w doktrynie prezentowane były dwa, odmienne stanowiska. Tomasz Sójka twierdził, iż odpowiedzialność podmiotów powinna być ograniczona wyłącznie do tych rozdziałów (fragmentów), które sporządziły – w przeciwnym razie wiązałoby się to z przyjęciem koncepcji, według której podmiot ten musiałby przyjąć na siebie „rolę swoistego ubezpieczyciela pozostałych podmiotów sporządzających prospekt”<sup>21</sup>. Stanowisko to spotkało się z krytyką Aleksandra Chłopeckiego, który w polemice przyjął stanowisko o odpowiedzialności za cały prospekt jako wpisanej w zasadę solidarnej odpowiedzialności i wynikającą z literalnego brzmienia przepisu art. 98 ustawy o ofercie, zgodnie z którym osoby w nim wymienione ponoszą odpowiedzialność za informacje zawarte w dokumentach sporządzonych i udostępnionych w ramach oferty publicznej papierów wartościowych, a nie za fragmenty tych informacji<sup>22</sup>. Nie ulega

---

<sup>18</sup> Wynika z tego, że jedynym podmiotem, który zawsze ponosić będzie odpowiedzialność za całość prospektu emisyjnego jest emitent. Pozostałe podmioty odpowiadają zgodnie z powyższą regułą, odnoszącą się do roli, jaką pełnią w przekazywaniu danej informacji. Co więcej, przyjmuje się, że wprowadzający, subemitent usługowy oraz podmiot zabezpieczający ponoszą odpowiedzialność za informacje określone odpowiednio w art. 22 ust. 4 pkt 2-4 Ustawy o ofercie, niezależnie od tego, czy informacje te sporządzali lub w ich sporządzeniu brali udział (zob. Komentarz do art. 22 ustawy o ofercie [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie...*, Nb. 23, *LEX*).

<sup>19</sup> Art. 22 ust. 4 ustawy o ofercie został wprowadzony do ustawy o ofercie na skutek nowelizacji z 4 września 2008 r. dokonanej w celu prawidłowej implementacji art. 6 ust. 1 dyrektywy 2003/71/WE.

<sup>20</sup> T. Sójka, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 4, s. 49 i n.; A. Chłopecki, *Zasady odpowiedzialności prospektowej – polemika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 9, s. 57 i n.; T. Sójka, *Zasady odpowiedzialności prospektowej – replika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 12, s. 37 i n.

<sup>21</sup> T. Sójka, *Zasady odpowiedzialności...*, s. 39.

<sup>22</sup> A. Chłopecki, *Zasady odpowiedzialności...*, s. 57.

wątpliwości, iż na gruncie odpowiedzialności karnej, ze względu na jej represyjny charakter, bezwzględną zasadą powinno być zawężenie ewentualnej odpowiedzialności sprawcy do poszczególnych fragmentów przez niego opracowanych, a więc zakresu, za który ponosi on winę. Stanowisko to było prezentowane w doktrynie jeszcze przed wprowadzeniem art. 22 ust. 4 ustawy o ofercie<sup>23</sup>. Podsumowując, skoro art. 22 ust. 4 ustawy o ofercie określa krąg podmiotów odpowiedzialnych za dane informacje w prospekcie, to powinien on znaleźć w tym zakresie odpowiednie zastosowanie w przypadku odpowiedzialności z art. 100 ustawy o ofercie (uzupełnienie przepisu blankietowego).

Gdyby natomiast założyć, iż odpowiedzialność na podstawie art. 100 ustawy o ofercie winna być rozumiana jako wynikająca z „przekazania” informacji (osoby będące odpowiedzialnymi za informacje w zakresie ich przekazania), to podmiotami zdolnymi do jego popełnienia byłyby jedynie osoby reprezentujące spółkę (działające w imieniu i na rzecz emitenta, tj. w szczególności członkowie zarządu). Ten ostatni obowiązek ciąży bowiem na podmiotach działających bezpośrednio w wewnętrznej sferze emitenta, a nie podmiotach, którym sporządzenie informacji zlecono.

W doktrynie dominującym stanowiskiem pozostaje przekonanie o możliwości pociągnięcia do odpowiedzialności karnej szerokiego kręgu podmiotów (doradców prawnych, ekonomicznych, księgowych itp.)<sup>24</sup>.

#### 4.2. Czynność wykonawcza

Czynność wykonawcza została określona w art. 100 ustawy o ofercie jako podawanie nieprawdziwych lub zatajanie prawdziwych danych. W

---

<sup>23</sup> Tak też np. R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 507.

<sup>24</sup> J. Majewski, *op. cit.*, s. 375-376; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*, s. 568, M. Marczuk, A. Nowicka, *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 516, R. Zawłocki, *Ustawa o ofercie...*, s. 786, M. Bojarski [w:] M. Bojarski, W. Radecki, *Pozakodeksowe prawo karne...*, s. 135.

doktrynie kwestii interpretacji pojęcia „podaje” nie poświęcono zbyt wiele miejsca. Zostały tutaj zaprezentowane wyraźnie dwa stanowiska.

Pierwsze z nich wskazuje, że „ustawodawca nie wymaga, aby zmanipulowane informacje były przekazane do ich adresatów”<sup>25</sup>. Jak pisze Robert Zawłocki: „jakkolwiek w praktyce przestępstwo to będzie popełnione właśnie poprzez takie przekazanie, to jednak odpowiedzialność karna powstaje tutaj już w chwili zawarcia danych nierzetelnych”<sup>26</sup>. „Ustawodawca niepotrzebnie określił w ww. przepisie (art. 100 ustawy o ofercie – przyp. autora) granicę kryminalizacji zbyt szeroko, odnosząc ją nie tylko do przekazywania nierzetelnych danych, lecz również (a formalnie – wyłącznie) do ich samego sporządzania”<sup>27</sup>. Podobnie Jerzy W. Wójcik stoi na stanowisku, że z popełnieniem przestępstwa podania informacji nieprawdziwej lub zatajenia informacji prawdziwej będziemy mieć do czynienia już z momentem sporządzenia informacji<sup>28</sup>. W takim przypadku irrelewantne prawnie będzie przekazanie powyższych dokumentów do Komisji Nadzoru Finansowego lub dalej – jej udostępnienie inwestorom, a dokonanie przestępstwa nastąpi z chwilą sporządzenia informacji<sup>29</sup>.

Drugie stanowisko, prezentowane przez Marcina Marczuka oraz Agatę Nowicką<sup>30</sup>, kwestionuje powyżej zaprezentowany pogląd uważając go za zbyt daleko idący i stawia tezę, iż „w przypadku analizowanego przestępstwa, chodzi o takie działanie sprawcy, które wiąże się z otwarciem odbiorcy dostępu do określonych danych”, a więc oprócz sporządzenia danej informacji wymaga jej przekazania.

W przypadku pozostałych autorów brak jest wyraźnego stanowiska w powyżej kwestii. Niemniej jednak biorąc pod uwagę, że dominującym stanowiskiem, jak zostało wskazane powyżej, pozostaje przekonanie o możliwości pociągnięcia do odpowiedzialności karnej szerokiego kręgu podmiotów (doradców prawnych, ekonomicznych, księgowych itp.) to

---

<sup>25</sup> R. Zawłocki, *Ustawa o ofercie...*, s. 784.

<sup>26</sup> *Ibid.*

<sup>27</sup> *Ibid.*, s. 782.

<sup>28</sup> J.W. Wójcik, *Przestępstwa w biznesie...*, s. 200.

<sup>29</sup> *Ibid.*

<sup>30</sup> M. Marczuk, A. Nowicka, *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 515.

należy sądzić, iż zwolennicy tego poglądu opowiadają się za pierwszą z ww. interpretacji pojęcia „podaje” (jako „sporządza”), bowiem podmioty te, jak zostało wskazane powyżej, nie są odpowiedzialne za „przekazanie” danych, a jedynie za ich „sporządzenie”. W takim przypadku mielibyśmy więc do czynienia z sytuacją, w której kryminalizacji podlegałoby już samo tylko „sporządzenie” informacji, bez konieczności ich „przekazania”, a tym bardziej wywołania stanu dezinformacji u adresata.

Jak się wydaje, znamie czasownikowe „podaje” nie może być interpretowane w dwóch różnych znaczeniach jednocześnie, jako „sporządza” oraz „przekazuje”. Określona w typie czynu zabronionego czynność wykonawcza nie może być poddana interpretacji, która prowadziłaby do przyjęcia, iż przestępstwo może zostać popełnione wskutek dwóch, różnych zachowań. Jest to niezgodne z zasadą wykładni językowej, zgodnie z którą racjonalny ustawodawca nadaje jednemu pojęciu jedno znaczenie. Jeżeli ustawodawca chciałby w jednym typie czynu zabronionego penalizować różne zachowania, to posłużyłby się konstrukcją przestępstwa wieloodmianowego, wprost redagując przepis art. 100 ustawy o ofercie np. jako „niepodanie lub nie przekazanie”. Skoro tak nie uczynił, to należy przyjąć, iż dopuszczalną wykładnią znamienia „podaje” jest albo „sporządzenie” albo „przekazanie” informacji, nigdy zaś jako możliwość popełnienia go na skutek dwóch, różnych zachowań. Idąc dalej tym tokiem rozumowania, przyjąć należy, że każda z powyższych (alternatywnie rozłącznych) możliwości popełnienia przestępstwa będzie miała inne konsekwencje dla zakresu penalizacji obowiązków informacyjnych i wobec tego prawnie akceptowalny (dopuszczalny) będzie wybór tylko jednej z nich.

Z tego punktu widzenia nie jest, jak się wydaje, zasadny pogląd, który jednocześnie opiera odpowiedzialność z art. 100 ustawy o ofercie na „przekazaniu” informacji, a z drugiej strony dopuszcza możliwość ponoszenia odpowiedzialności karnej przez osoby z zewnętrznej sfery emitenta, takie jak doradcy, biegli rewidenci itp.<sup>31</sup>. Doradcy zewnętrzni, jak

---

<sup>31</sup> M. Marczuk, A. Nowicka, *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 515 i 516.

zostało zasygnalizowane powyżej, nie są odpowiedzialni za przekazanie przygotowanych informacji, a jedynie za ich sporządzenie. Wobec powyższego wskazany krąg podmiotów profesjonalnych nie może ponosić odpowiedzialności za przekazanie nierzetelnych danych. Podsumowując dotąd poczynione rozważania, należy podkreślić, iż znamię „podaje” może być rozumiane bądź jako „sporządzenie”, bądź jako „przekazanie” informacji. Niedopuszczalne jest natomiast przyjęcie, iż czynność wykonawcza z art. 100 ustawy o ofercie została określona w sposób, który obejmowałby penalizacją zarówno „sporządzenie”, jak i „przekazanie” nierzetelnych informacji, z uwagi na inny krąg podmiotów oraz zakres nałożonych na nie ustawowo obowiązków informacyjnych.

#### 4.3 Karalne „sporządzenie”, czy „przekazanie” informacji?

*De lege lata* nie jest łatwe ustalenie znaczenia znamienia czynności wykonawczej „podaje” na gruncie art. 100 ustawy o ofercie. Argumentem za rozumieniem tego pojęcia jako „przekazuje” pozostaje взгляд na wykładnię semantyczną, zgodnie z którą „interpretowanym zwrotom prawnym nie należy nadawać znaczenia odmiennego od potocznego, chyba że istnieją dostateczne racje przypisania im odrębnego znaczenia prawnego”<sup>32</sup>. W *Słowniku języka polskiego PWN* pojęcie „podanie” jest utożsamiane z „przekazaniem”, „wręczeniem komuś czegoś”<sup>33</sup>.

Kolejnym argumentem, który może przemawiać za przyjęciem koncepcji opowiadającej się za „przekazaniem” informacji, jako realizującym znamiona przestępstwa, jest взгляд na zamieszczenie w przepisie art. 100 ustawy o ofercie znamienia modalnego, zgodnie z którym podawane dane muszą „w istotny sposób wpływać na treść informacji”. Bez

---

<sup>32</sup> A. Zoll, [w:] A. Zoll (red.), *Kodeks karny. Część ogólna. T. I. Komentarz do art. 1–116 k.k.*, Kraków 2006, s. 46–47.

<sup>33</sup> *Słownik języka polskiego PWN*, [www.sjp.pwn.pl](http://www.sjp.pwn.pl), [dostęp: 10.03.2015].

użycia dokumentu – trudno byłoby *a priori* stwierdzić, czy podane dane istotnie wpłynęły na treść informacji<sup>34</sup>.

Wreszcie niemniej istotną okolicznością, która przemawia na rzecz braku ponoszenia odpowiedzialności karnej przez osoby, którym zlecono sporządzenie rzeczonych informacji, są argumenty natury teleologicznej.

Po pierwsze, brak jest celowościowego uzasadnienia dla sankcjonowania naruszeń, które nie cechują się żadnym negatywnym ładunkiem społecznej szkodliwości czynu. Samo bowiem sporządzenie, które nie zostało w żaden sposób udostępnione uczestnikom rynku, nie może powodować dla nich ujemnych skutków. Przepis ten powinien chronić w pierwszej kolejności dostęp do tych informacji przez inwestorów, a jedynie pośrednio – wywiązywanie się przez emitenta z nałożonych na niego obowiązków informacyjnych.

Po drugie, warto zauważyć, iż stosunkiem prawnym jaki łączy osoby, którym zlecono sporządzenie informacji ze spółką jest stosunek o charakterze cywilnoprawnym. Z tego punktu widzenia określona w art. 98 ustawy o ofercie odpowiedzialność cywilna wydaje się być wystarczająca dla skutecznego sankcjonowania sporządzenia nierzetelnych informacji, a sięganie po narzędzia karnoprawne w tym wypadku może okazać się zbyt daleko idące. Odpowiedzialność karna – jako *ultima ratio* – powinna być stosowana w ostatniej kolejności.

Po trzecie, trudno doszukiwać się w omawianym przypadku przekonywującego uzasadnienia dla odpowiedzialności karnej, skoro sporządzane dokumenty nie mają charakteru zaufania publicznego i nie służy im wobec tego domniemanie prawdziwości<sup>35</sup>. O ile więc w przypadku odpowiedzialności przewidzianej w art. 271 k.k., kryminalizującym tzw. fałsz intelektualny (jako regulacji stanowiącej przepis konstrukcyjnie i treściowo zbliżony do art. 100 ustawy o ofercie), za penalizacją przemawiają w szczególności wzgląd na ochronę wiarygodności

---

<sup>34</sup> R. Zawłocki dostrzega ten problem pisząc, iż w konsekwencji musiałoby to prowadzić do konkluzji o błędnej konstrukcji tego typu czynu zabronionego (R. Zawłocki, *Ustawa o ofercie...*, s. 785).

<sup>35</sup> Cechy te są charakterystyczne dla dokumentów sporządzonych przez organy państwowe.



dokumentów w ich aspekcie dowodowym, to ten sam argument nie znajduje uzasadnienia w przypadku przestępstwa z art. 100 ustawy o ofercie.

Pozostając przy porównaniu przepisu art. 271 k.k. oraz art. 100 ustawy o ofercie wskazać należy, iż w przypadku tego pierwszego „czynność poświadczenia nieprawdy dokonana jest w momencie, gdy dokument zawierający to poświadczenie zostanie wprowadzony do obrotu prawnego (...), a poświadczenie nieprawdy musi wystąpić w wystawionym dokumencie, czego nie można utożsamiać z dokumentem sporządzonym, czy przygotowanym”<sup>36</sup>. Nawet więc w przypadku przepisu art. 271 k.k. mamy do czynienia z sytuacją, w której karnoprawnej ochronie poddane jest nie samo sporządzenie, ale wprowadzenie do obrotu dokumentu zawierającego spreparowane informacje. Te same argumenty przemawiają za brakiem uzasadnienia dla karalności zachowania polegającego na samym tylko sporządzeniu dokumentu zawierającego informacje bieżące, okresowe, poufne, czy też dokumentu stanowiącego prospekt emisyjny lub inny dokument informacyjny (albo dokumentu zawierającego inne informacje związane z ofertą publiczną lub dopuszczeniem lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym), w sytuacji kiedy żaden z akcjonariuszy nie mógł nawet zapoznać się z ich treścią.

Co więcej, inne, podobne gatunkowo przepisy nie penalizują samego „sporządzania” informacji nieprawdziwych. Można w tym miejscu podać chociażby przykład art. 311 k.k., zgodnie z którym „Kto, w dokumentacji związanej z obrotem papierami wartościowymi, rozpowszechnia nieprawdziwe informacje lub przemilcza informacje o stanie majątkowym oferenta, mające istotne znaczenie dla nabycia, zbycia papierów wartościowych, podwyższenia albo obniżenia wkładu, podlega karze pozbawienia wolności do lat 3” (w odróżnieniu od art. 100 ustawy o ofercie, ochronie na podstawie art. 311 k.k. podlega niepubliczny obrót papierami

---

<sup>36</sup> W. Wróbel, [w:] A. Zoll (red.), *Kodeks Karny. Komentarz do art. 117-277 k.k.*, T. 2, s. 1344.



wartościowymi)<sup>37</sup>. Znamie czynności wykonawczej zostało określone w tym przepisie jako „rozpowszechnianie nieprawdziwych lub przemilczanie informacji”. Innym przykładem jest art. 587 ustawy z dn. 15 IX 2000 r. – Kodeks spółek handlowych<sup>38</sup>, który wprowadza zakaz ogłaszania albo przedstawiania (organom spółki, władzom państwowym lub osobie powołanej do rewizji) danych nieprawdziwych<sup>39</sup>. Cechę wspólną dla obu ww. przepisów stanowi poddanie prawnej ochronie różnego typu obowiązków informacyjnych spółek. Zarówno w jednym, jak i w drugim przypadku do popełnienia przestępstwa dochodzi dopiero wskutek ujawnienia na zewnątrz spreparowanych danych, a nie z chwilą ich sporządzenia.

Za penalizacją „przekazania”, a nie „sporządzenia” informacji przemawiają również względy systemowe. Porównując powyższą regulację z odpowiednimi przepisami ustawy o ofercie określającymi odpowiedzialność cywilną i administracyjną dojsć należy do przekonania, iż w obu przypadkach ustawodawca zdecydował się sankcjonować jedynie ujawnienie na zewnątrz spreparowanych informacji (względnie poprzez zaniechanie temu obowiązkowi – ich nieujawnienie). Zgodnie bowiem z art. 98 ustawy o ofercie, odpowiedzialność za szkodę ponosi ten kto udostępnia do publicznej wiadomości nierzetelne, nieprawdziwe lub niekompletne informacje lub przemilcza informacje (w dokumentach tam wymienionych). Podobnie, zgodnie z art. 96 ust. 1 pkt 1 w zw. z art. 56 ust. 1 ustawy o ofercie, odpowiedzialność administracyjnoprawną ponosi ten, kto nie przekazuje Komisji i spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości wymienionych w tym przepisie informacji (bieżących, okresowych oraz poufnych).

---

<sup>37</sup> Por. J. Skorupka, [w:] A. Wąsek (red.), R. Zawłocki (red.), *Kodeks karny. Część szczególna. Komentarz do artykułów 222–316*, T. II, Warszawa 2010, Legalis, Nb 4; J. Skorupka, *Przestępstwa przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi. Rozdział XXXIII Kodeksu Karnego. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 128; O. Górniok, [w:] O. Górniok, S. Hoc, S. Przyjemski, *Kodeks karny. Komentarz*, T. III, Gdańsk 1999, s. 436.

<sup>38</sup> Dz.U. 2013, poz. 1030 z późn. zm., dalej: k.s.h.

<sup>39</sup> Na temat art. 587 k.s.h. por. zamiast wielu P. Kardas, *Złożenie sądowi rejestrowemu listy wspólników niezgodnej z treścią wpisów w księdze udziałów. Kilka uwag o kontrowersjach związanych z wykładnią znamion strony przedmiotowej przestępstwa z art. 587 k.s.h.*, „Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych” 2006, nr 1.

#### 4.4. Znaczenie zapoznania się przez akcjonariuszy z nierzetelną informacją

Problem związany z przyjęciem odpowiedzialności karnej, wobec niezapoznania się adresata z przekazywaną informacją, mógłby ewentualnie powstać w kontekście bezprawnego podania informacji nieprawdziwej (przy ogólnym założeniu, że w przepisie art. 100 ustawy o ofercie mowa jest o „przekazaniu”, a nie samym „sporządzeniu” spreparowanych danych). Czy dla realizacji znamion czynu zabronionego konieczne jest zapoznanie się z informacją, czy też wystarczające jest stworzenie odbiorcy informacji takiej możliwości? Zauważyć wypada, iż opowiedzenie się za pierwszym stanowiskiem powoduje, że samo stworzenie możliwości do zapoznania się może realizować jedynie przesłanki odpowiedzialności za usiłowanie. Do dokonania przestępstwa doszłoby w takim razie dopiero po zapoznaniu się przez adresata z treścią komunikatu. Należy przyjąć, iż na gruncie art. 100 ustawy o ofercie mamy do czynienia z drugą z ww. koncepcji, a mianowicie do popełnienia przestępstwa dochodzi już w chwili otworzenia dostępu do danej informacji w stosunku do nieograniczonego kręgu adresatów. Samo więc przekazanie nieprawdziwych informacji, które otwiera do nich dostęp inwestorom może doprowadzić do aktualizacji odpowiedzialności z art. 100 ustawy o ofercie, bez względu na to, czy ktokolwiek się z tą informacją zapoznał, a tym bardziej bez względu na to, czy informacja ta wywołała u jej odbiorcy stan dezinformacji.

#### 4.5. Znamie modalne istotnego wpływu na treść informacji

Zgodnie z art. 100 *in fine* ustawy o ofercie poddane prawnocarnej ocenie może być jedynie podanie nieprawdziwych lub zatajenie prawdziwych danych w istotny sposób wpływających na treść informacji. Nie każde więc naruszenie będzie mogło stanowić podstawę do wszczęcia

postępowania karnego. Nie będzie nim naruszenie dotyczące informacji o mniejszym znaczeniu, niewpływające w istotny sposób na przekaz kierowany na rynek<sup>40</sup>. Karalna dezinformacja musi więc wykazywać szczególnie negatywną cechę jakościową<sup>41</sup>.

Od omawianego znamienia modalnego odróżnić należy wpływ podawanych (zatajonych) informacji na kierunek podejmowanych przez inwestorów decyzji inwestycyjnych i kształtowanie się na ich podstawie kursów papierów wartościowych. Zachowanie inwestorów, którzy na skutek zawinionego naruszenia art. 100 ustawy o ofercie podejmą decyzję w zakresie kupna lub sprzedaży papierów wartościowych i w jej wyniku uzyskają zysk lub poniosą stratę, pozostaje irrelevantne prawnie. Dla przypisania odpowiedzialności nie ma bowiem znaczenia fakt, czy ktokolwiek zapoznał się z daną informacją.

#### 4.6. Przedmiot czynności wykonawczej

Istnieje konieczność wprowadzenia dystynkcji pomiędzy pojęciem „przedmiotu czynu”, a „przedmiotem przestępstwa” (przedmiotem czynności wykonawczej, a dobrem prawnym)<sup>42</sup>. Przedmiot czynności wykonawczej ma charakter materialny, zaś przedmiot przestępstwa wyznacza zakres ochrony danego dobra i ma w związku z tym charakter normatywny. W przypadku analizowanych przepisów przedmiotem czynu są więc dane nieprawdziwe, a ściślej dokumenty, w których te dane mogą się znaleźć.

Przedmiotem czynu spenalizowanego w art. 100 ustawy o ofercie mogą być dane zawarte w:

- 1) prospekcie emisyjnym lub innych dokumentach informacyjnych;

---

<sup>40</sup> D. Rapkiewicz, *Za lekceważenie obowiązków z ustawy o ofercie publicznej grozi odpowiedzialność karna*, „Dziennik Gazeta Prawna” z dn. 21 XII 2011 r.

<sup>41</sup> R. Zawłocki, *Ustawa o ofercie...*, s. 782.

<sup>42</sup> I. Andrejew, *Polskie prawo karne w zarysie*, Warszawa 1989, s. 163.

2) dokumentach zawierających inne informacje związane z ofertą publiczną lub dopuszczeniem lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym;

3) aneksach do prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego;

4) raportach zawierających informacje poufne, bieżące i okresowe (art. 56 ust. 1 ustawy o ofercie).

Przedmiotem czynności wykonawczej muszą być dane nieprawdziwe. W literaturze przyjmuje się, że dane nieprawdziwe to w szczególności dane, które nie znajdują odzwierciedlenia w rzeczywistym stanie spółki (emitenta), jak również takie, które są sporządzane w sposób przeinaczony<sup>43</sup>. Ponadto, z uwagi na znamię „zatajenia danych prawdziwych”, przedmiotem czynności wykonawczej w przepisie art. 100 ustawy o ofercie, mogą być ponadto takie dane, które zostały pominięte w sporządzonych dokumentach.

#### 4.7. Problematyka skutku przestępstwa

Istotne jest również ustalenie, czy omawiane przestępstwo ma charakter skutkowy, czy też stanowi przestępstwo formalne. W doktrynie zdecydowana większość autorów przyjmuje formalny charakter przestępstwa<sup>44</sup>.

Skutkowy charakter przestępstwa przyjął natomiast Robert Zawłocki<sup>45</sup>. Według tego autora wystąpienie skutku polega na „zawarcu przez sprawcę takich nierzetelnych danych, które w istotny sposób

<sup>43</sup> Por. P. Kardas, *op. cit.*, s. 31 i cyt. tam literatura.

<sup>44</sup> M. Marczuk, A. Nowicka, *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 515; J. Majewski, *op. cit.*, s. 376; W. Kotowski, B. Kurzęba, *Przestępstwa pozakodeksowe...*, s. 369; R. Jurga, [w:] A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, art. 174, Nb 1.

<sup>45</sup> R. Zawłocki, *Ustawa o ofercie...*, s. 784. Warto wskazać, iż w innym komentarzu ten sam autor wyraził pogląd o formalnym charakterze przestępstwa z art. 100 ustawy o ofercie (por. R. Zawłocki, *Przestępstwa przeciwko obrotowi...*, s. 82).

wpływają na treść informacji”<sup>46</sup>. Pogląd ten opiera się na przyjęciu, iż dla przypisania odpowiedzialności karnej potrzebne jest wystąpienie obiektywnego wpływu, na samą treść przekazywanych informacji. Stanowisko o skutkowym charakterze przestępstwa z art. 100 ustawy o ofercie, gdzie znamię skutku jest określone w wyżej wymieniony sposób, jest nietrafne<sup>47</sup>. Zamieszczone w art. 100 ustawy o ofercie stwierdzenie, iż zakresem tego przepisu objęte są tylko te dane, które „w istotny sposób wpływają na treść informacji” stanowi znamię modalne, które należy odróżnić od skutku. Znamię to oznacza, iż zakres penalizacji został ograniczony tylko do tych informacji, które mają większe znaczenie dla całościowego przekazu jaki niesie ze sobą przekazywana informacja.

Opinię o materialnym charakterze przestępstwa w zakresie zatajenia informacji mającej znaczący wpływ na cenę lub wartość papieru wartościowego<sup>48</sup> wyraził natomiast Michał Romanowski<sup>49</sup> oraz Krzysztof Haładyj<sup>50</sup>. Stanowisko to opiera się na przyjęciu, iż skoro konstrukcyjnym elementem informacji poufnej jest jej cenotwórczość to przypisanie odpowiedzialności karnej może mieć miejsce tylko wówczas, gdy wystąpi skutek w postaci „wpływu stanu naruszenia na kształtowanie się kursów”<sup>51</sup>. Jedynym bowiem obiektywnym i mierzalnym kryterium pozwalającym stwierdzić, czy zachowanie ma znaczący wpływ na cenę akcji, jest wystąpienie skutku polegającego na znaczącej i zazwyczaj gwałtownej zmianie kursu<sup>52</sup>. W tym więc przypadku, inaczej niż w wyżej zaprezentowanej przez Roberta Zawłockiego teorii skutku, przekonanie o skutkowym charakterze przestępstwa opiera się na wpływie naruszenia na zachowania inwestorów. Abstrahując od wątpliwości, dlaczego ww. koncepcja została zawężona jedynie do zatajenia informacji mającej znaczący wpływ na cenę lub wartość papieru wartościowego (wszak skutek

---

<sup>46</sup> *Ibid.*, s. 784 i 785.

<sup>47</sup> Tak też np. M. Marczuk, A. Nowicka, *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 517.

<sup>48</sup> Chodzi tutaj o zatajenie informacji stanowiącej informację poufną.

<sup>49</sup> M. Romanowski, *Zatajenie informacji...*, s. 5 i n.

<sup>50</sup> K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*, s. 567, przy czym co do wszystkich innych możliwych naruszeń na gruncie art. 100 ustawy o ofercie autor ten opowiada się za formalnym charakterem przestępstwa.

<sup>51</sup> *Ibid.*

<sup>52</sup> M. Romanowski, *Zatajenie informacji...*, s. 6.

w postaci kształtowania się kursu może mieć miejsce również w przypadku przekazania nieprawdziwej informacji poufnej), stanowisko powyższe jest również błędne. Wynika to z faktu, iż cenotwórczość nie stanowi skutku nie podania danej informacji, ale jest cechą konstytutywną tej informacji. Innymi słowy, jeżeli zostaną spełnione warunki, aby dana informacja mogła zostać uznana za poufną, to znaczy jest precyzyjna, dotyczy pośrednio lub bezpośrednio emitenta lub instrumentów finansowych, nie została podana do publicznej wiadomości, a po takim podaniu mogłaby wpłynąć na cenę instrumentów finansowych, to nabiera ona takiego przymiotu i aktualizuje się obowiązek jej przekazania Komisji, spółce prowadzącej rynek regulowany i do publicznej wiadomości. Nie można więc uznać, iż karalność zależeć będzie od tego, czy zatajenie informacji miało wpływ na zmianę kursu. Jest to bowiem irrelewantne prawnie, a do przypisania odpowiedzialności karnej wystarczające jest już samo stwierdzenie zawinionego naruszenia, bez obserwacji reakcji rynku. Wobec powyższego uznać należy, iż przestępstwo z art. 100 ustawy o ofercie w zakresie zatajenia informacji mającej wpływ na cenę lub wartość papieru wartościowego (informacji poufnej) ma charakter bezskutkowy. Dla przyjęcia odpowiedzialności karnej wystarczające będzie stwierdzenie naruszenia polegającego na zatajeniu informacji poufnej, bez względu na wpływ, jaki to zachowanie będzie miało względem uczestników rynku poprzez kształtowanie się kursu papierów wartościowych.

Jedynie na marginesie poczynić można uwagę ogólną, że przypisanie skutku<sup>53</sup> w przypadku odpowiedzialności z art. 100 ustawy o ofercie, byłoby w praktyce niezwykle utrudnione, o ile nie zupełnie niemożliwe. Na zmianę kursu papierów wartościowych wpływ ma wiele czynników. W praktyce rzadko kiedy zdarza się, aby można było wyodrębnić i skwantyfikować wpływ jednej, konkretnej informacji na cenę papieru wartościowego. Współczesne procesy gospodarcze są bardzo skomplikowane, wobec czego teorie przypisania skutku wypracowane w nauce prawa karnego

---

<sup>53</sup> Na temat modeli przypisywania skutku (teorii *sine qua non*, adekwatności, relewancji, obiektywnej przypisywalności skutku) w przestępstwach gospodarczych por. szczegółowo R. Zawłocki, *Prawo karne gospodarcze*, Warszawa 2007, s. 261-272.

materialnego, mogą niejednokrotnie być niewystarczające i nie prowadzić do satysfakcjonujących rezultatów w przypadku ich zastosowania względem pozakodeksowych czynów zabronionych<sup>54</sup>.

#### 4.8. Strona podmiotowa i zagrożenie karą

Czyn zabroniony z art. 100 ustawy o ofercie może być popełniony jedynie umyślnie, zarówno w zamiarze bezpośrednim, jak i ewentualnym. Oznacza to, iż dla spełnienia znamion strony podmiotowej wystarczające jest wykazanie świadomości naruszenia konkretnego obowiązku informacyjnego. Dla przyjęcia odpowiedzialności nie jest więc wystarczające udowodnienie znajomości treści obowiązku informacyjnego lub prospektowego *in genere*, ale konieczne jest wykazanie, że sprawca obejmował świadomością konkretną możliwość podania nieprawdziwej lub zatajenia prawdziwej informacji i co najmniej godził się na taką ewentualność. Występek zagrożony jest karą grzywny do 5 mln zł albo karą pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5 albo obojgiem tych kar łącznie.

#### 5. Zastosowanie art. 116 k.k.

---

<sup>54</sup> Zadawalających wyników nie dostarcza teoria warunku *sine qua non*, która mogłaby jedynie potwierdzić, iż określona decyzja inwestycyjna była podyktowana określonym zachowaniem wypełniającym znamiona przestępstwa (lub ewentualnie wykluczyć istnienie związku przyczynowo-skutkowego, ale nie przesądzić o jego istnieniu). Nie byłoby również przekonujące stosowanie w takim przypadku teorii adekwatności, zgodnie z którą sprawca może ponosić odpowiedzialność jedynie za typowe następstwa swoich czynów. Z uwagi na skomplikowanie procesów zachodzących na rynku kapitałowym i ich nieprzewidywalność trudno byłoby uznać, że w każdych warunkach przekazanie lub brak przekazania danej informacji prowadzi do takich, a nie innych zachowań uczestników obrotu. Dużo bardziej doniosłe znaczenie mogłaby natomiast odnieść obiektywna teoria przypisania skutku, zgodnie z którą skutek może zostać przypisany wtedy, gdy dany podmiot swoim zachowaniem stworzył dla określonego dobra prawnego niebezpieczeństwo w stopniu społecznie nieakceptowanym, które to niebezpieczeństwo urzeczywistniło się następnie w skutku (W. Wróbel, A. Zoll, *Polskie Prawo Karne. Część Ogólna*, Kraków 2010, s. 196).



Zgodnie z art. 116 k.k. przepisy części ogólnej tego kodeksu stosuje się do innych ustaw przewidujących odpowiedzialność karną, chyba że ustawy te wyraźnie wyłączają ich zastosowanie. Nie jest bowiem możliwe rozstrzygnięcie o odpowiedzialności karnej bez stosowania przepisów części ogólnej Kodeksu karnego, tych kreujących odpowiedzialność za poszczególne typy czynów zabronionych oraz dotyczących kar i środków karnych. W piśmiennictwie wskazuje się, iż wyłączenia wprowadzone w innych ustawach niż Kodeks karny, nie mogą nigdy dotyczyć zasad ogólnych o charakterze gwarancyjnym (np. art. 1, 2, 4 k.k.) zwłaszcza, że opierają się one na normach nadrzędnych zawartych w Konstytucji RP<sup>55</sup>. Wypada również zwrócić uwagę, iż przepis ten w obecnym brzmieniu wyraźnie daje priorytet części ogólnej Kodeksu karnego, w stosunku do pozakodeksowych przepisów karnych z innych ustaw szczególnych<sup>56</sup>.

Nie ulega wątpliwości, iż w przypadku przepisów karnych zawartych w ustawie o ofercie, w braku wyraźnego (*expressis verbis*) wyłączenia zastosowania przepisów części ogólnej Kodeksu karnego, przepisy te będą mogły znaleźć zastosowanie. Pewne oczywiste modyfikacje będą natomiast wynikać z innej niż w Kodeksie Karnym regulacji, np. w przypadku wysokości grzywny, która w ustawach kapitałowych jest określona w wyższym wymiarze, niż ta przewidziana w Kodeksie karnym.

## 6.Podsumowanie

Wykładnia art. 100 ustawy o ofercie budzi uzasadnione wątpliwości w kontekście ustalenia zakresu czynności wykonawczej oraz, pośrednio, podmiotu przestępstwa. Taka sytuacja jest dalece niepożądana, zwłaszcza ze względu na karnoprawny charakter przepisu. Wątpliwości w zakresie interpretacji znamion typu czynu zabronionego mogą pozbawić przepis jego funkcji gwarancyjnej. Nie jest łatwe ustalenie, czy odpowiedzialność karną

---

<sup>55</sup> A. Marek, *Kodeks Karny. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 330.

<sup>56</sup> O. Górniok, [w:] M. Filar (red.), *Kodeks Karny, Komentarz*, Warszawa 2008, s. 545.



na podstawie art. 100 ustawy o ofercie mogą *de lege lata* ponosić osoby, które spreparowane informacje sporządziły, czy te, które informacje udostępniły na zewnątrz. Wskazana wyżej analiza przepisu wskazuje, że racje celowościowe przemawiają na korzyść drugiej z ww. koncepcji. Może to jednak prowadzić do konfliktu z określonym w tym przepisie podmiotem czynności wykonawczej, którego desygnatami są wszelkie podmioty odpowiedzialne za sporządzenie wymienionych w tym przepisie informacji.

Wobec wątpliwości, jakie budzi obecne brzmienie przepisu, propozycja regulacji *de lege ferenda* powinna dotyczyć jasnego i precyzyjnego sformułowania znamion typu czynu zabronionego w postaci podmiotu przestępstwa oraz czynności wykonawczej, tak aby dekodowanie jego treści nie nastroczało wątpliwości.